

养老保险改革与资本市场

邓子基

摘要 养老保险基金进入资本市场的问题已摆上议事日程,目前面临的只是一个时机问题。一旦养老保险个人账户基金有了真正的积累,就可进入资本市场投资。养老保险基金的投资能够对资本市场的效率、结构、稳定性以及金融创新等产生重要影响。而资本市场为养老保险基金提供了一个可供选择的投资场所,为其在较长的时间跨度之内获取较高的投资回报率,满足保值增值的需要提供了可能。由此,选择一个合适的投资组合,以便在既定条件下实现一个最有效率的风险——收益搭配以及建立适当的治理结构,设计行之有效的激励——约束机制,以保证养老保险基金的投资安全性和收益性,就成为两个关键而重要的问题。同时,政府出于职责的需要也必须对养老保险基金的运营实行严格的管制措施。鉴于以上分析,我们要积极为养老保险基金进入资本市场创造条件。通过建立规范的基金管理组织;大力发展机构投资者,以形成一个托管人市场;增加避险工具和投资品种;加强对基金投资机构的监管,推动养老保险基金进入资本市场并良好运行。

关键词 养老保险 个人账户基金 资本市场

一、养老保险基金进入资本市场的时机问题

我国的养老保险体系由基本养老保险、企业补充养老保险和个人储蓄性养老保险三个层次构成。就基本养老保险制度来说,目前实行的是社会统筹和个人账户相结合的部分积累制。其中,社会统筹的筹资模式是现收现付式的,对养老金不作任何积累,不具备保值增值性;个人账户则是基金积累式的,它通过企业(通常也包括职工)在职工的工作期间缴费的方式,建立一个专门的延迟支付的养老保险基金,在职工退休时开始支付,直至其死亡,因此具有保值增值性。就企业补充养老保险来说,一般也采用个人账户积累式的筹资模式,通常按基金会组织形式进入金融市场营运管理。第三层次的个人储蓄性养老保险则由商业保险公司举

办,个人自愿投保。可见,在我国现行养老保险体系中,第一层次和第二层次的个人账户基金在职工的工作期间及退休后的长时间之内均具有保值增值的需要,因此,一部分养老保险基金进入资本市场既是完全可能的,也是十分必要的。

但是,从目前来看,养老保险基金要进入资本市场,条件还不够成熟,还需要走一段比较长的路,其中最大的困难恐怕还在于个人账户尚缺乏真正的积累。我国自1995年开始实施社会保障体制改革以来,对基本养老金实行的是社会统筹基金与个人账户基金的混账管理。而在改革之初,由于国家未能对已经退休和行将退休职工的隐含负债作出补偿安排,导致老职工的个人账户出现“空账户”问题。这样,为了应付老职工的

社会保障开支,有些地方出现了挪用现有职工个人账户的基金去弥补老职工的社会保障支出的情况,从而使现有职工的个人账户变成了事实上的“空账户”,个人账户实际上只有数字的记录却没有独立的资金。当前,证券界听说养老保险基金要进入市场都很兴奋,但是可能没有了解养老金制度目前存在的真正问题,因此有些事情是不可以预期过高的。

2000年12月,国务院在《关于完善城镇社会保障体系的试点方案》中开始对基本养老保险进行政策调整,其中主要是对统账关系和结构的调整,即统账分开管理,扩大基础养老金至30%,缩小个人账户规模至8%,并完全由个人缴费组成,个人账户实行真正的积累,为应付将来人口老龄化做预先的准备;社会统筹的基金缺口则将通过增加养老保险支出在财政支出中的比重、发行债券、逐步减持国有资本等途径筹集资金进行弥补,不增加企业负担,不降低离退休人员待遇。^①由此,我们可以预见,在不远的将来,统一由省管理的养老保险个人账户基金在有了一定的积累后,可以进入资本市场;而补充养老基金则应由专业投资机构进行运营。

二、养老保险基金投资与资本市场的关系

一般认为,养老保险基金的投资能够对资本市场的效率、结构、稳定性以及金融创新等产生重要的影响。首先,由于养老金收益是一种劳动补偿的延迟支付,因此养老保险基金对于投资工具的选择往往集中于那些长期投资回报率较高的资产组合,从而能够强化资本市场的长期性投资,有利于改善资本市场结构,提高资本配置效率。其次,同样是出于获取长期稳定回报的需要,养老保险基金还要求投资具有相当大的安

全性,这就使其对资本市场中各种金融工具的风险分布以及回报分布产生了重新归整的内在要求,从而推动了金融创新。从现实的发展来看,一方面,它作为一类规模较大的机构投资者,鼓励了竞争性金融中介机构的发展;另一方面,20世纪70年代以来,西方发达的资本市场中各种各样的创新产品,如不付息债券(zero coupon bonds)、附属抵押债务(collateralized mortgage obligations)、担保投资契约(guaranteed investment contracts)的出现和成功,在很大程度上都与养老保险基金的这种需要有关。但是,养老保险基金也可能对资本市场产生一些负面影响,其中最为突出的问题就是,这个本应是一个着眼于长期稳定回报率的机构投资者,实际上却常常作出一些短期行为,从而影响到资本市场的稳定性,增加了资本市场的易变性,而这也是发生泡沫经济的原因之一。

从资本市场对养老保险基金的影响来看,首先,资本市场为养老保险基金提供了一个可供选择的投资场所,为其在较长的时间跨度之内获取较高的投资回报率,满足保值增值的需要提供了可能。但与此同时,作为资本市场的一个机构投资者,资本化了的养老保险基金和其他投资主体并没有什么两样,它必须承受资本场所蕴含的各种风险,可见,它对于较高投资回报率的要求是与较大的市场风险相伴生的。这样,养老保险基金对于投资安全性具有强烈要求的天性实际上意味着:一个动荡不安、变数太大的资本市场是不适宜作为投资场所的。这一点对于我国正处于发育之中、抑制因素和失控可能并存的不稳定的资本市场来说,可能是一个比较大的挑战。而在一个既定的资本市场中,如何选择—一个合适的投资组合,以便在既定条件下实现一个最有效率的风险——收益的搭配,则成为养老保

险基金运行的一个关键问题。其次,养老保险基金的管理者通常并不是资本市场的投资专家,很多养老保险基金都是委托一个投资银行代理其投资业务的,或者雇佣专门的投资经理,而这种所有权和经营权之间的分离,就在基金和基金的托管人之间引伸出了一个我们所熟悉的委托——代理的问题,也即,基金委托人不能以及如何激励托管人按照委托人的利益最大化原则行事?由此,建立适当的治理结构,设计行之有效的激励——约束机制,以保证养老保险基金的投资安全性和收益性,就成为其资本化进程中所必须面对的一个重要而复杂的问题。实行公共管理还是私人管理,这是养老保险基金管理必须考虑的另一个问题。公共管理一般由政府实施,私人管理则由专业的基金管理公司承担。一般认为,竞争性的私人管理模式管理效率较高,可以大大降低管理成本。因此,从发展趋势看,我国的养老金投资体制可能逐渐由政府统一管理,过渡到由投资基金进行市场化运营和管理。第三,由于政府承担着确保养老金按期、按量发放的最终职责,因此,为了保证养老保险基金进入资本市场后的经营绩效,政府必然且必须对养老保险基金的运营实行严格的管制措施,这就需要制订一整套与之相关的管制规则,以确保基金的安全性。

三、为养老保险基金进入资本市场创造条件

以上分析表明,我国养老保险基金要进入资本市场还需要做好一些准备工作,其主要是要构建适合养老保险基金市场化运营的基本框架。首先,应当建立规

范的基金管理组织。规范的基金管理组织形式应当是养老保险基金会,基金会董事会一般应由政府、企业、职工和专家四个方面的代表共同组成,负责保管养老保险基金。其中,政府代表负责执行政府规定的各项管制政策和措施;其次,大力发展机构投资者,形成一个托管人市场。在一个自由成熟的资本市场中,托管机构一般由投资银行和专业基金管理公司担当,商业银行和保险公司都不是养老保险基金首选的投资托管机构。目前,除了继续发展封闭式基金以外,还要积极进行开放式基金试点,为将来养老保险基金的运营提供广泛运作的空间。三要增加避险工具和投资品种。目前,政府只允许养老保险基金对国债或银行存款进行投资,但从长远来看,应当为养老保险基金创造更多的适宜的投资工具。在实物资本方面,可考虑向基础设施领域、房地产进行投资;在金融资本方面,除了目前已有的国债和银行存款之外,还可以允许其逐步向企业债券、股票等进行投资,并且应找准时机,适时推出股票期权、期货等衍生产品,增加可转换债券等。四要防范风险,加强对基金投资机构的监管。在养老保险基金大量进入资本市场之前,应借鉴国际经验,制订一套比较完善的政府管制法律、法规。

注:

①“全国社会保障工作会议在京召开”,《人民日报》2000年12月28日,第1版。

(作者系厦门大学博士生导师、
全国重点财政学学术带头人)
(责任编辑:黄爱东)